

ギリシャのソブリン・リスクについて～経済危機と通貨危機の分水嶺～

2009年12月28日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

10月の政権交代以来くすぶり続けたギリシャの財政赤字問題は、12月に入りフィッチやS&Pなどの格付け会社がギリシャの発行者格付けの引き下げを発表した（注1）ことで新たな局面に入った。格下げの直接的な原因は、巨額の財政赤字もさることながら、その削減に向けた政府のスタンスへの懸念だ。格下げの懸念はアイルランド、ポルトガル、スペインなど財政基盤の弱い国々へと拡散している。

今後ギリシャでは、財政赤字削減を目的に緊縮財政が実施されると見込まれる。だがこれは、景気の回復ペースが極めて緩慢な状況下での緊縮財政への転換であり、ある種の経済危機をもたらす可能性がある。ただ結果的に緊縮財政には、経済危機が通貨危機へと深化し外国へ拡散するのを防止する効果があると考えられる。経済危機と通貨危機を峻別した上で、今後の展望をまとめる。

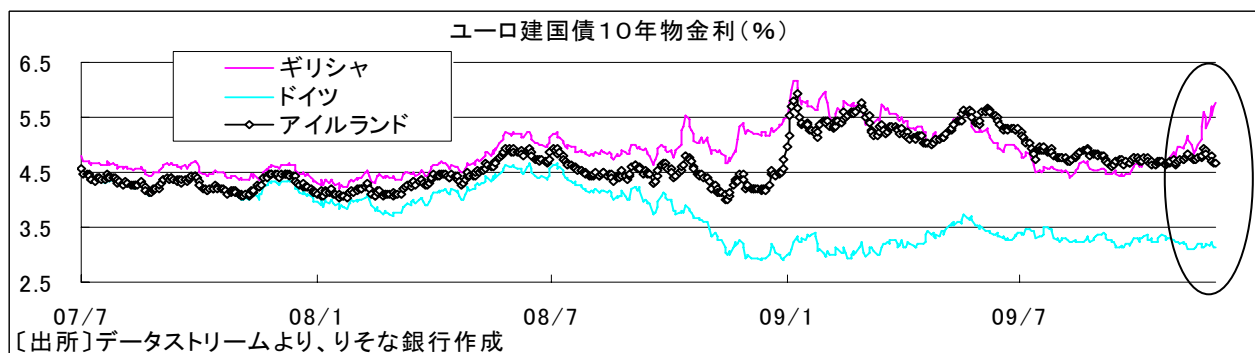
1. ソブリン・リスクとその顕在化の影響

政府または政府系機関が発行する債券をソブリン債と呼ぶ。ソブリン債の持つリスクがソブリン・リスクで、全ての債券投資に共通の金利や流動性などのリスクに加え、政治・社会・経済などに起因するカントリー・リスクの要因も内包する。証券投資の実務においては、ソブリン・リスクが直接的に反映されるものとして国の債務者格付け（注2）が重視される。その格付けの低下は、正にソブリン・リスク表面化の典型例だ。また国の格付けは、その国に在籍する企業の格付けの上限の1つの重要な基準ともなる。この重要な基準をソブリン・シーリングと呼ぶ。

ソブリン・リスクの経済面の主な決定要因は、財政収支と経常収支だ。財政収支が重視されるのは、債務返済の原資だから当然だ。同時に経常収支も重要だ。というのは現実的かどうかは別として、経常収支が黒字ならいくら財政赤字が大きくてもそれを上回る民間部門の貯蓄超過が生じているため、国が徴税権を行使すれば財政赤字の返済原資を確保できることになる。政治・社会面では、法制度の信頼度、統計の信頼度、暴動や内戦などを回避する民主制度、更には軍事や自然災害など広義の社会秩序の安定性が重視される。近年は規制や税制の改革など、成長戦略に向けた政治的意思が重視される傾向にある。

ソブリン・リスクの顕在化は、金融市場に広範な影響を及ぼす。12月8日にフィッチによりA-からBBB+へと格下げされたギリシャの場合、国債の利回りは大きく上昇した（図表1）。

図表1



ギリシャなど財政基盤が弱い国の金利は、先進国とは逆でリーマン・ショックを受けて上昇、景気対策の効果で景気が回復傾向を示すと低下する例が多かった。だがギリシャの場合、10月の選挙で左派政権が誕生したのを機に09年のGDP比の財政赤字見直しを見直した結果、統計の不備などで従前の倍の12%以上へと引き上げられたことで、懸念が急速に広まった（注3）。そして暫くして今回のフィッチやS&Pによる格下げとなったのである。同じユーロ建て信用力の最も高いドイツ（フィッチの格付けは最高級のAAA）と比較すると、利回り格差は約260bpにまで拡大している。利回り上昇の主因は、格下げを嫌気した投資家のギリシャ国債の売却だ。こうした投資家の中には、日本のグローバル・ソブリン・ファンドなどの投資信託も含まれているとみられる。ギリシャは従前の格付けがBISのリスク・ウェイト（注4）で20%のバンドの下限だったため、格下げでリスク・ウェイトが上昇する可能性も指摘されている。また、民間銀行は中央銀行からオペなどの資金取引にあたり担保を差し入れるが、その担保としての適格性についても一定期間の後に原則として失われる可能性がある（注5）。今回のフィッチによる格下げではソブリン・シーリングは引き下げられなかったが、中には独自のソブリン・シーリングを設ける機関投資家がいても不思議はないだろう。以上のように広範な悪影響が出るのだが、それが集中するのがギリシャの銀行で、一部では信用懸念が取り沙汰されるに到っている。

しかし今後の展開を見る上で、ギリシャの通貨がユーロであるという事実は非常に重要だと考えられる。次に経済危機と通貨危機の違いを考察した後、ギリシャの先行事例と位置づけられる同じEU加盟国ラトビアの状況を見よう。

2. 経済危機と通貨危機

まず経済危機と通貨危機を明確に区別し、通貨価値の暴落を伴う経済危機を通貨危機と定義しておこう。言い換えると、経済危機には、通貨の暴落を伴う場合とそうでない場合があるということだ。

最初に経済危機だが、景気は循環するものである。従って景気悪化は循環的に起こる。だが、それが経済危機とまで呼ばれるほど悪化するのは、株式や不動産のバブル崩壊、金融システムの機能不全など例外的な事象を伴う場合だ。そして、経済危機に急激な資本逃避が加われば、通貨危機に到る。景気悪化が通貨危機に至るメカニズムを単純化して整理すると次のようになる。

- ① 景気悪化→②不動産や株式など資産価格下落→③資本逃避（外国人投資家が不動産や株式を売却して投資を回収）→④通貨価値下落→⑤外国人投資家が損失拡大の懸念から資本逃避を加速、結果的に①から④がスパイラル的に深化→⑥通貨下落が近隣諸国等に波及するリスク

経済危機と比較すると通貨危機は、景気の悪化や株価など資産価格の下落のスピードが急激で、しかも落ち込み幅が大きくなる。逆に言うと、通貨危機に到る前の経済危機の段階で封じ込める事ができれば、景気や資産価格の下落スピードは急激なものではなく、落ち込み幅も大きなものとはならない。また、資本自由化などで経済の一体化が進んだ現代の世界経済では、通貨危機は海外へ波及するリスクが高い。たとえば97年にタイから始まったアジアの通貨危機は、まずインドネシアや韓国などアジア各国へ波及、そして98年にはロシア、99年にはブラジルへと地球規模で波及した。

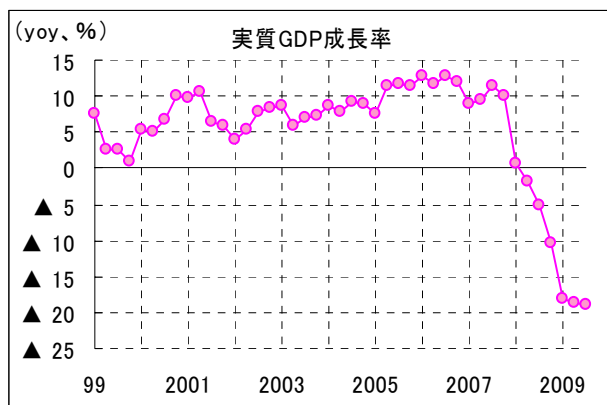
では政策対応として、経済危機を通貨危機へと深化させず国内に封じ込めるにはどうすべきか。言い換えれば、損失拡大の懸念で群集心理に陥った投資家の投資行動から、金融為替市場をいかに防衛すべきか。過去の例では、アジアの通貨危機当時の98年9月、マレーシアが通貨を大幅に切り下げると共

に切り下げた水準で米ドルとの固定相場制度へ移行、スパイラル的な悪化の連鎖を防いだ例がある。リーマン・ショック後の例ではラトビアがあげられる。ラトビアの経済危機を振り返る前に、経済危機や通貨危機の意味を国際経済のダイナミズムの観点から確認しておきたい。経済危機と通貨危機は程度差の問題で、本質的には同じ要素価格均等化に向けた価格調整だ。要素価格均等化は一物一価の法則の国際経済版で、経済構造がオープンで発展段階に共通性がある場合に、ある程度以上の妥当性で現実を説明する経済理論だ。経済危機や通貨危機は、経済ブームの後に訪れるのが通例のパターンだ。なぜなら、ブーム期のインフレや経済成長で賃金や物価が上昇すれば、価格面で国際競争力が減退する。経済危機や通貨危機は、こうして減退した国際競争力を回復するための価格、為替面での調整と位置づけられる。従って危機後の回復は、調整により回復した価格競争力を武器とする輸出の回復、下落した資産への投資を狙う海外からの資金流入、などを起点に始まる。

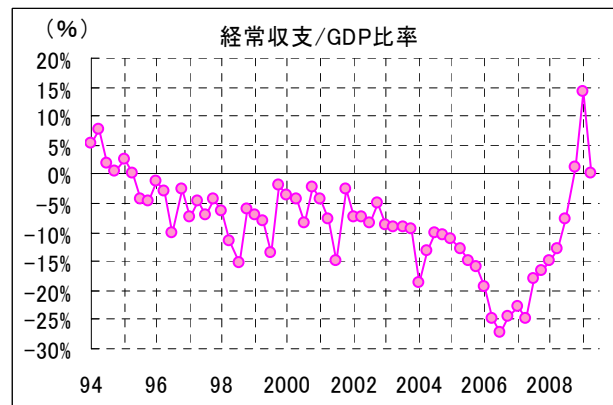
3. ラトビアの経済危機

まず、ラトビアの経済指標を確認しておこう。

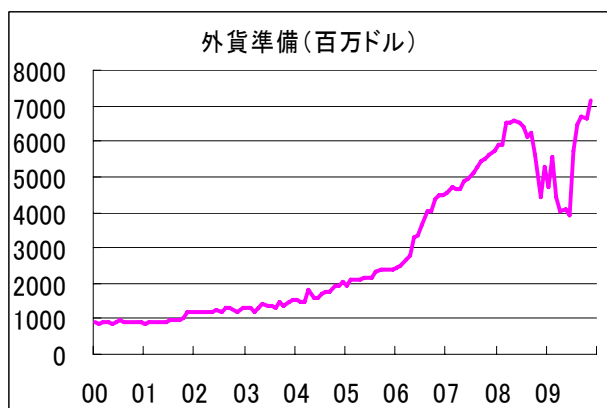
図表 2



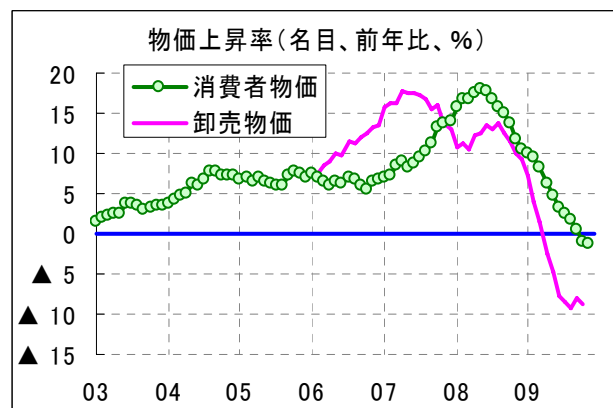
図表 3



図表 4



図表 5



図表 2～5 [出所] データストリームより、りそな銀行作成

近年のエマージングブームの例に漏れず、ラトビアも海外からの投資により2ケタの高度成長が続いた（図表 2）。ブーム期の物価は2ケタの伸び率だった（図表 5）。しかし例外ではありえず、2008 年

以降の景気は大きく落ち込んだ（図表2）。そこで打ち出されたのが、高金利政策で通貨ラツツのユーロとの従前からのペッグを堅持しつつ、厳しい緊縮財政で財政赤字と経常赤字の解消を目指そうという改革だ。高金利政策や緊縮財政は、本来なら景気が非常に良く過熱を防止すべき局面で実施すべき政策だ。それをリーマン・ショックで景気が落ち込んだ局面で実施したのであり、国民経済への打撃は非常に大きかった。GDPが前年比20%近く収縮した事実は、まさに経済危機であること物語っている（図表2）。だが、調整は順調に進んでいる。経常収支は黒字を回復（図表3）、資本逃避は一段落して再び資本流入へと転換（図表4）、価格均等化に向け物価の調整も順調に進展中だ（図表5）。

歴史に仮定（if）はありえないが、もしラツツが切り下げられていたら、通貨危機として違った展開になっていた可能性が高いのではないか。分水嶺は、大規模な資本逃避によるラツツの切り下げ観測が高まった今年前半だろう。ユーロとの固定相場堅持したことが防波堤となり、スパイラル的な悪化を防止したと考えられる。

4. 結論

ギリシャについて、足元は財政赤字削減の具体策が断片的に報道されているが、市民参加の大規模なデモや反対運動が起きるなど事態は混沌としている。しかし、改革の方向性はラトビアと同様だろう。すなわち、通貨は元々ユーロなので高金利で防衛する必要はないが、厳しい緊縮財政による財政赤字と経常赤字の削減だ。ラトビアとは異なり通貨がユーロであるという事実は、ユーロから離脱しない限り通貨危機へと深化することなく、経済危機としてギリシャ内に封じ込めることを可能にする優れた初期条件だ（注6）。だが通貨切り下げによる為替調整ができない分、国内での景気及び価格面の調整は厳しいものにならざるを得ないだろう。調整の厳しさは、中央政府と地方政府の問題と捉えることも出来る。日本では夕張市の財政問題に対する注目度が高いが、夕張市が円から離脱して独自通貨を作るという見方は皆無だ。ギリシャがEUから離脱するという見方は皆無ではないが、それは政治リスクの範疇に入る問題だ。尚、冒頭に挙げたアイルランドやポルトガルもユーロ圏に属しているが、問題解決の大きな方向性は同じだろう。

ギリシャの問題は、政府財務残高（対GDP比）が既に高く、今後も上昇を続けるとみられている日本にとって対岸の火事ではない（注7）。

図表6 政府 純債務/GDP比率(%) (2009年以降はIMFによる見通し)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
カナダ	23.5	22.2	28.2	31.3	31.8	31.4	30.7	29.4
仏	54.1	57.8	67.0	72.9	76.9	79.9	81.8	82.9
独	56.9	60.5	70.3	76.2	79.6	81.6	82.2	81.6
伊	101.3	103.6	112.8	117.0	120.3	122.8	124.5	125.7
日本	80.4	88.1	104.6	115.0	122.3	129.6	136.7	143.5
英国	38.3	45.6	62.1	75.1	82.8	87.6	90.4	91.8
米国	42.3	47.9	58.2	66.8	72.3	76.2	80.3	84.9

〔出所〕IMF資料より、りそな銀行作成

日本には経常黒字という強みはあるものの、家計貯蓄率は少子高齢化を背景に長期低下トレンドにあり、足元では約2%と米国をも下回っている。財政面では歳出の約20%を国債費（注8）が占めるに到っている。巷間よく「鳩山政権の経済成長戦略がみえない」とは言われるが、財政戦略はもっと不透明だ。その前提として、国の経済動向と国民の幸福度の乖離が拡大傾向にあるとはよく言われるが、国の

経済動向と財政にも類似の傾向があることは指摘しておくべきだろう。部分最適化ではなく全体最適、この場合、国の経済成長、企業の成長、国民の幸福感、国の財政、など多方面のバランスをとる「真の」成長戦略が望まれる。これは日本のソブリン・リスクにおける広義の政治リスクの問題、と捉える事もできるだろう。

以上

(注1) たとえば、フィッチの格下げに関するプレス・リリースは以下のサイト。

<http://www.fitchratings.co.jp/pressReleaseDetail.ct1.php?id=2749>

(注2) 一般に格付けは、多くの国で憲法により保障されている言論の自由に基づく1つの意見表明、だと解釈されている。決して絶対的なものではないが、政府より「適格」の認定を受けるなどした大手格付け会社の格付けは、多くの国の金融行政において1つの基準として重視されている。

(注3) ギリシャは2001年にユーロを導入した。ところが2004年になってユーロ導入の条件を満たしていなかったことが発覚、2006年に急場しのぎの増税で財政赤字をユーロ導入の条件に合うように抑制したことがある。この種の問題は、決して初めてのことでないのだ。

(注4) 銀行には自己資本比率規制と呼ばれる規制がある。単純化すると、(自己資本/総資産)で計算される自己資本を一定の比率以上に維持することを義務付ける規制だ。総資産の計算では、資産ごとに格付けなど信用力に応じてウェイト付けする。但し、格付け会社によって格付けが異なることもあるため、リスク・ウェイトは1つの基準であり、各国一律に拘り定規に適用されるわけではない。

(注5) リーマン・ショック後の金融危機を受け ECB (欧州中央銀行) は緊急措置として担保要件を緩和しているが、現時点では2010年末までの措置。

(注6) 11月の半ば頃から金、原油、ユーロなどの相場が軟調に推移している。その背景要因の1つとして、ギリシャ問題をきっかけとするドル・キャリー取引の巻き戻しが指摘されている。ただ、ギリシャのユーロ圏でのGDPウェイトは2%に過ぎず、ユーロの信任にまで発展する問題ではないだろう。

(注7) 主要格付け会社による直近の日本の格付け変更は、2009年5月18日のムーディーズによる日本政府発行の円建て国債の格上げだった。当時は景気対策により巨額の財政赤字が見込まれていた時期でもあり、一部では格下げの間違ひではないかとさえ見られていた。格上げの理由として、豊富な外貨準備と高い国内の貯蓄率が指摘された。

(注8) 平成21年度(見込み)の日本の歳出は約100兆円、うち国債費は約20.3兆円で、国債の償還が10.6兆円、利払いが9.6兆円。詳細は財務所HP (http://www.mof.go.jp/jouhou/syukei/sy014_21.pdf)。尚、政府債務残高は約850兆円、1%の金利上昇で8.5兆円(GDP比約1.7%)利払い費が増加する。

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。